

ОСОБЕНОСТИ ПРИ ОПРЕДЕЛЯНЕ СТОЙНОСТТА НА СТАРТЪП КОМПАНИИ

гл.ас.д-р Ралица Димитрова

Резюме: *Налице е съществена разлика между оценките на стартиращите технологични компании и компании от добре познати сектори като производство, химия и др. В сравнение с вторите, технологичните стартап компании регистрират твърде висока стойност на бизнеса без да има връзка с текущи им финансови резултати. Това се обуславя от потенциала им за растеж, високите стойности на маржа на печалбата и ниската капиталоемкост на бизнеса. Настоящата статия има за цел да коментира приложимостта на традиционните подходи за оценка при стартап компании, да представи методология от стъпки за оценка на начинания с висок потенциал за ръст и да предложи лостове за максимизиране на стойността на бизнеса.*

Ключови думи: оценка на стойността, стартап компания, рискован инвестиция

JEL code: G24, G32, G34

Традиционният отговор на въпроса „Колко струва даден актив?“ звучи така „толкова, колкото е готов да заплати за него купувача“. Но при определяне на стойността на бизнеса е необходим по-рационален подход. В следващото изложение ще бъдат представени различни подходи, реализирани във вид на модели за оценка и ще се разясни при какви условия е уместна употребата им при оценка на стойността на стартиращи компании, финансирани с рисков капитал. От особено значение са две правила. Първото правило гласи, че всеки аналитик следва да използва няколко модела при оценката на стойността на компанията, в зависимост от компетенцията на аналитика. Второто правило дефинира, че всяка оценка е надеждна само до степента, в която за нея са използвани надеждни данни. Задачата на инвестиционния аналитик може да бъде разделена на три съставни части:

1. Да се запознае с всички аспекти на дейността на целевата компания;
2. На основа на опита си да избере най-подходящите методи за оценка на стойността;
3. Да се убеди, че в рамките на тези методи ще бъде използвана най-точната, пълна и обективна информация.

Доколкото в хода на оценката ще се използват редица субективни съждения, то неточното използване на информация (в полза на дадена страна) ще се отрази на обективността на крайната оценка. Например, при преговори с рисков инвеститор на стартови етапи от бизнеса, предприемачът обичайно има по-оптимистично виждане за стойността на компанията от рисковия капиталист.

Можем да посочим много ситуации, когато е необходима оценка на бизнеса. Да предположим, че даден предприемач се нуждае от 1 млн.лв. финансиране на стартовия етап от развитието на компанията си и е намерил потенциален инвеститор. Преди да сключат сделка е необходимо страните да се договорят за стойността на компанията до момента на инвестицията (premoney). Ако я определят на 1 млн. лв., то предприемачът ще притежава 50 % от капитал, след удвояването и рисковия инвеститор също ще притежава 50 %. Алтернативно, в случай че оценката е 9 млн.лв. преди инвестицията, то рисковия капиталист ще притежава едва 10 % от стойността на компанията след инвестицията срещу 90 % за предприемача. Друг пример за необходимостта от

оценяване на бизнеса е на по-късен етап, когато се появи нуждата за пряка продажба на компанията.

В този контекст, важно е да се разбира разликата между понятието „стойност„ и „цена“. Докато стойността е теоретично определената цена на даден актив към определен момент, то цената е сумата пари, която купувача трябва да заплати на продавача, за да придобие даден актив (Kasurova, 2008).

Разчета на текущата стойност представлява действие обратно на разчета на бъдеща стойност и показва колко следва да се инвестират днес за да се получи определена сума в бъдеще. Ако не се очаква характера на дейността на компанията значително да се изменя, то има смисъл допускането за една отчитаща риска ставка на дисконтиране. Но ако случаят не е такъв, което е особено характерно за компаниите на стартов етап или тези опериращи на бързорастящи пазари, то аналитика следва да използва различни норми на дисконтиране съобразени с различното ниво на риск.

Друг въпрос, пораждащ проблеми при оценката на бизнеса е продължителността на живот на компанията, който по правило се приема за неопределено дълъг. Един възможен подход е прогнозирането на паричните потоци за много години напред и игнориране на това, че след определен момент дисконтираната стойност на потоците става несъществена. Друг подход е разделянето на настоящата стойност на компанията на два периода: настояща стойност от прогнозен период (explicit forecast period) и на настояща стойност в следпрогнозен период (continuing value).

Аналитиците, работещи в областта на преките инвестиции използват за остойностяване на потенциалните целеви компании редица подходи - от по-прости до изключително трудоемки. Тези подходи може да се обобщят на три основни категории, разгледани по-долу.

• ТРАДИЦИОННИ ПОДХОДИ ЗА ОЦЕНКА НА СТОЙНОСТТА НА КОМПАНИЯТА

1.Оценка на стойността с помощта на моделите на дисконтиран паричен поток. Тук стойността на актива се определя от стойността на очакваните бъдещи парични потоци; Подходът е приложим при компании, чиито настоящи парични потоци са положителни, могат да бъдат относително надеждно прогнозирани в бъдеще и нивото на риск може да бъде определено. Колкото повече се замисляме за тези идеалистични предпоставки обаче, толкова по-проблемно става използването на иначе лесните DCF модели. Ще представим три конкретни сценария, при които метода може да е ненадежден и да доведе до заблуждаващи резултати, а именно (Berkery, 2008):

- Компанията изпитва временни трудности – обичайно бизнеса в затруднение реализира негативни парични потоци и е възможно да реализира загуби още дълъг период от време. Негативните потоци се отразяват на бъдещите парични потоци, което в крайна сметка води до негативна оценка на компанията;
- Циклична компания – доходите и паричните потоци на този тип компании имат тенденцията да следват икономиката. В тази връзка пред аналитика стои сложната задача да прогнозира по мащаб и време периодите на рецесия и ръст;
- Компания с неизползвани активи, патенти - въпреки, че не генерират никакъв текущ паричен поток тези активи представляват ценност. Оценката на такъв тип компания по метода DCF ще доведе до подценяване истинската стойност на бизнеса.

2.Оценка на стойността с помощта на мултипликатори. Тук стойността на актива се определя чрез сравнение с продажната стойност на съпоставим актив, при сходни параметри на парични потоци, балансова стойност на собствения капитал и обем на продажбите. Привлекателността на подхода се заключава в неговата простота и лекота на установяване на различни съотношения. Той може да се използва за получаване на приблизителна оценка на дадена компания или актив и е особено удобен, в случаите когато на финансовите пазари се търгуват множество компании. Недостатък на подхода е възможността резултатите от оценката да се изтълкуват неправилно или лесно да се манипулират. Доколкото не съществуват две еднакви компании по отношение на риска и ръста, то определението сравнителен подход често се тълкува различно. Ето защо, аналитика избира няколко специално избрани компании аналози, за да доближи параметрите им максимално с оценяваната компания.

Налице са няколко проблема при използването на най-популярния мултипликатор Цена/Нетна печалба (P/E) за оценката на стартиращи компании (Damodaran, 2006):

- Мултипликаторът не е особено информативен, в случай че печалбата на компанията е отрицателна величина. Това донякъде може да бъде преодоляно чрез използването на усреднена величина на печалбата;
- Колебанията в нивото на печалбата могат да предизвикат силни изменения във величината на P/E. При циклични компании печалбата ще следва икономическите събития, докато цените ще отразяват очакванията за в бъдеще;
- Ако съответната дисконтова норма е близка до темпа на ръст на дивидентите или е по –ниска, то запис на формулата губи смисъл.

3.Оценка на реални опции. Тук се отчита прираста в стойността на компанията при използването или не използването на дадена опция за развитие. Компания, която има възможност да инвестира притежава опция, наподобяваща финансовата опция за покупка (call option). Тя притежава правото, но не и задължението да закупи определен актив в бъдеще време. Когато компанията осъществи необратим инвестиционен разход, то тя упражнява опцията си. При това положение става невъзможна опцията за изход от инвестицията ако пазарните условия се изменят в неблагоприятен аспект. Тази загубена опция представлява алтернативната стойност на инвестицията и трябва да бъде включена към общата ѝ стойност.

Опциите, с които разполагат компаниите се наричат реални опции и сред най-важните са: опциите за отказ от проекта (или продажбата му), опциите за отсрочка на дадена инвестиция и опцията за планиране на времето (Culp, 2006). Реалните опции позволяват на мениджърите от една страна да увеличават добавената стойност на компанията, като използват положителните ефекти от стечението на факторите, а от друга да минимизират загубите. Ето защо е важно да се определи стойността им, за да се оцени приносът им към стойността на компанията. Това е особено валидно за стартиращите компании, при които паричният поток е отрицателен, използването на мултипликатори е нерационално и единственият реален актив на компанията е портфейла ѝ от реални опции.

Оценката на стойността на стартиращи компании е изключително специфично занимание, при което никой от изброените традиционни техники за оценяване не е релевантно. Тези модели изискват редица допускания, налице са много променливи, което в крайна сметка ги прави неподходящи. До известна степен налице е сходство между оценката на недвижимо имущество и оценката на стартиращи компании. Начинът, по който агентите на недвижимо имущество оценяват обектите, в зависимост от знанията си за региона и специфичните параметри на конкретния обект напомня за начина, по който рисковите капиталисти оценяват стойността на стартиращите

компании. Рисковият инвеститор познава пазара, цикличните му движения, потенциала за растеж и формира своето мнение за стойността. Целта на тази статия е да опише основните моменти на този процес.

• ЗАЩО ТРАДИЦИОННИТЕ ПОДХОДИ ЗА ОЦЕНКА НЕ СРАБОТВАТ ПРИ СТАРТИРАЩИ КОМПАНИИ?

Наблюдава се съществена разлика между оценките на стартиращите технологични компании и компании от добре познати сектори като производство, химия и др. В сравнение с вторите, технологичните компании регистрират твърде висока стойност без да има връзка с текущи им финансови резултати (например висока оценка на стойността при наличието на текуща загуба от дейността). Ето *три фактора*, според които технологичните компании имат потенциала да обезпечават много висока възвращаемост на инвестицията:

- Бърз растеж – предвид нивото на иновации в новите технологии, компаниите с интелектуална защита често имат потенциала да реализират глобален растеж. Повечето традиционни бизнеси са ограничени от географския фактор (поради теглото на продукта, различните национални предпочитания и юридически регулации). От своя страна, технологичните компании не се сблъскват с тези ограничения, особено ако могат да избегнат модела на директните продажби и вместо това заложат на интернет.
- Висок марж на печалбата – компаниите от много продоволствени сектори работят при относително нисък марж, за разлика от технологичните компании, които печелят марж от 70%, понякога и до 100 %. Това осигурява огромно предимство, доколкото е необходимо осигуряване на минимални материални запаси, а производствените грешки имат ограничен ефект върху разходите.
- Ниска капиталоемкост – За разлика от компаниите, при които всеки ръст в приходите от продажби изисква ръст в инвестирания капитал (за финансиране на оборудване, материални запаси и оборотен капитал) способността да се реализира растеж с използването на относително малка капиталова база е характерна за технологичния бизнес. По този начин възвращаемостта на инвестицията за рисковия инвеститор може да е изключително висока.

Всеки аналитик, запознат с теорията на корпоративните финанси знае, че теоретичната стойност на даден бизнес е нетната настояща стойност на очакваните бъдещи парични потоци (NPV), дисконтирани с цената на капитала на компанията. Въпреки че това е валидно и за стартиращи компании, на практика моделът не се използва. Рисковите капиталисти ще погледнат с насмешка на предприемач, който предостави оценка на бизнеса си на основата на дисконтираните парични потоци. Анализът на паричните потоци (DCF) е лесно приложим при утвърдените компании, с наличие на исторически данни, прогонзируи ем пазарен дял и предсказуеми капиталовложения. Основното предизвикателство при тях е формирането на различни сценарии за дейността - дали приходите ще бележат ръст с 5% или 10 % на годишна база?; дали компанията ще разшири пазарния си дял от 10% на 15 %?; дали маржът на печалбата ще се подобри от 35 % на 38%? и др. Чрез проиграването на тези различни допускания, аналитикът създава диапазон на стойността на бизнеса. Този род анализ обаче е неприложим при стартиращи компании – или за да бъдем по точни е теоретично приложим, но не дава смислени резултати. Налице са твърде много променливи, които имат широк спектър на колебание или просто са бинарни. Пазарният дял може да е незначителен или ако се развие така,

както компанията очаква може да се окаже огромен. Ако компанията е много успешна, тя може да постигне мини монополна позиция, особено ако разполага с защита на интелектуалната собственост.

Поради тези специфики DCF моделите са неприложими при стартиращи компании, доколкото значително надценяват стойността на компанията. Също така, тези модели предполагат, че компанията ще е успешна, докато при повечето стартиращи бизнеси вероятността от провал е съществена. Дори ако рисковият инвеститор ореже съществено оптимистичните очаквания на предприемача и повиши заложената цена на капитала, моделът все още няма да отразява адекватно риска на ранната инвестиция. И не на последно място практиката показва, че стартиращите технологични компании са с бинарно развитие – или успяват, или не. Ако успеят, то стойността им е доста висока и обратно ако не успеят те имат пренебрежима или никаква стойност на бизнеса.

Подобно на DCF моделите и подходът на мултипликаторите е със спорно приложение при стартиращ бизнес. Например мултипликаторът Цена/Нетна печалба – повечето бизнеси на ранния етап от развитието си нямат положителен финансов резултат, съответно мултипликатора е неприложим. Разбира се възможно решение тук е прогнозирането на бъдещи печалби, но налице са същите проблеми с прогнозирането каквито споменахме при дисконтираните парични потоци. Поради наличието на загуба, стартиращите компании не рядко се оценяват чрез използването на мултипликатора Цена/Приходи от продажба на компании аналози. Този подход обаче тотално пренебрегва разликите в маржа на печалбата на различните фирми, относителния размер на пазара и необходимите капиталовложения за поддържането на обема на продажбите.

• **КОЕФИЦИЕНТ ПАЗАРНА КЪМ БАЛАНСОВА СТОЙНОСТ (MBR)**

Инвеститорите на най-ранните фази изискват възвращаемост в размер на 10-20 пъти на размера на инвестицията. Това означава огромна продуктивност на капитала, измерена чрез коефициента Пазарна към балансова стойност (*Market to book ratio - MBR*). Пазарната стойност представлява пазарната капитализация на акциите на компанията, а балансовата стойност е инвестирания капитал по баланс. Или коефициентът Пазарна към балансова стойност измерва колко ефективно се използва инвестирания в бизнеса капитал (например при стойности 3:1, то всяка единица капитал инвестирана в компанията носи 3 единици печалба). Колкото по-високо е значението на коефициента, толкова по-добре за стойността на рисковата инвестиция. Това е от пряк интерес за рисковите инвеститори. Коефициентът пазарна към балансова стойност се изчислява чрез следния запис:

$$MBR = (ROC - g) / (WACC - g)$$

Където: ROC – възвръщаемост на капитала, g – темп на ръст на печалбата, WACC – среднопретеглена цена на капитала

Тази формула позволява на ранният инвеститор да прецени дали желаната стойност на мултипликатора на доходност на инвестицията е вероятно да бъде реализирана. Обичайно при стартиращите компании инвестирания капитал е само собствен, без наличие на дълг. Доколкото никой бизнес не може да расте с висок темп на ръст безкрайно, то той следва да се осредни (между очаквания краткосрочен до средносрочен висок темп на ръст и дългосрочния по-нисък темп на ръст).

Следващата таблица демонстрира нагледно как коефициентът MBR варира в зависимост от възвращаемостта и темпа на ръст на бизнеса. За целите на примера, цената на капитала (WACC) е фиксирана на 10 %.

Таблица № 1. Коефициент пазарна към балансова стойност в зависимост от ROC и наблюдавания темп на ръст

ROC	Темп на ръст				
	5%	6%	7%	8%	9%
10 %	1.0	1.0	1.0	1.0	1.0
12%	1.4	1.5	1.7	2.0	3.0
14%	1.8	2.0	2.3	3.0	5.0
16%	2.2	2.5	3.0	4.0	7.0
18%	2.6	3.0	3.7	5.0	9.0
20%	3.0	3.5	4.3	6.0	11.0
25%	4.0	4.8	6.0	8.5	16.0
30%	5.0	6.0	7.7	11.0	21.0

Когато цената на капитала на инвестицията е 10 % и реализираната възвращаемост също е 10 %, то стойността на компанията е размера на инвестирания капитал, а инвеститорите ще получат само минимална доходност. В случаите когато ROC расте прогресивно над WACC налице е съществен ръст в коефициента Пазарна към балансова стойност. Например, ако ROC се увеличи от 10% на 12% (при темп на ръст 5 %), то стойността на една единица инвестиция се покачва на 1,40. Както знаем, рисковите инвеститори се стремят към 5-10-20 пъти възвръщаемост на капитала си, ето защо те се стремят към финансиране на бизнеси, намиращи се в долния десен ъгъл на таблицата (а именно: с висока норма на възвращаемост на капитала в сравнение с цената на ресурса и висок темп на растеж).

Значението на нормата на възвращаемост се определя от следните два фактора:

$$ROC = \text{Нетна печалба} / \text{Инвестиран капитал}$$

Ако разделим двете страни на формулата с приходите от продажби, ще получим:

$$ROC = (\text{Нетна печалба} / \text{Приходи от продажби}) / (\text{Инвестиран капитал} / \text{Приходи от продажби})$$

Съотношението Нетна печалба/Приходи от продажби е известно още като нетен марж на печалбата (изразен като процент) и се определя от брутния марж на печалбата и постоянните разходи на бизнеса. Или колкото по-висок е брутния марж на компанията, толкова по –висока е наблюдаваната възвращаемост на капитала. От друга страна, съотношението Инвестиран капитал/Приходи от продажби символизира капиталоемкостта на дейността, или допълнителния капитал необходим за финансиране

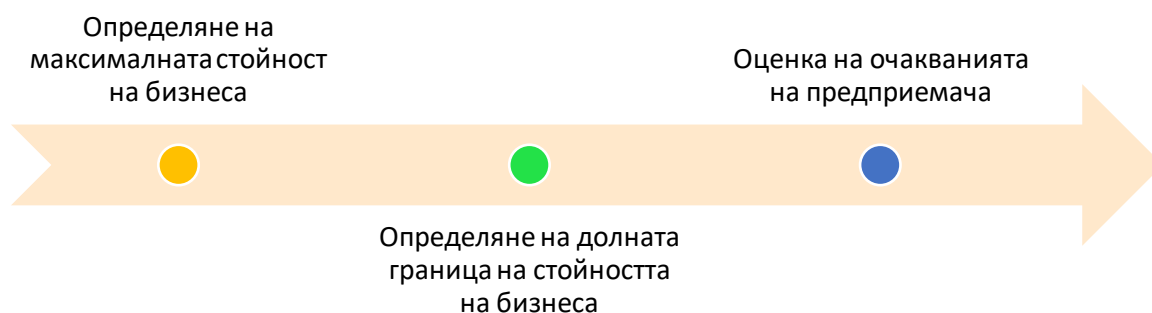
на ръст в продажбите. Като правило технологичните компании регистрират ниска капиталоемкост.

Или да обобщим, при декомпозирането на коефициента Пазарна към балансова стойност видяхме (MBR), че той зависи от три първични фактора:

- Темп на ръст (колкото по-висок, толкова по-добре);
- Брутен марж на печалбата (колкото по-висок, по-добре);
- Капиталоемкост на дейността (колкото по ниска, толкова по-добре).

Тези три фактора правят технологичните компании особено атрактивни за рискови инвестиции. На теория стойността на стартиращата компания би могла да бъде определена посредством дефинирането им, но на практика това е трудно постижимо. Интересното тук е, че често различни рискови инвеститори достигат до близки значения при оценката на стойността на дадена компания, което подсказва че вероятно използват аналогична методология. В следващото изложение ще опишем основните моменти от методологията им за оценка на стойността на портфейлната компания (Berkery, 2008):

Схема № 1. Процес на оценка на стойността на портфейлната компания



1. Определяне на максималната стойност на бизнеса, в зависимост от очакванията на рисковия капиталист за стойността на компанията в различните кръгове на финансиране;
2. Определяне на долната граница на стойността в зависимост от очакваната конкуренция с други рискови инвеститори;
3. Оценка на очакванията на предприемача и придържане в долната граница на формирания диапазон на стойността.

Най-важният момент измежду представените е виждането на рисковия капиталист за бъдещата стойност на компанията с оглед определяне на максималната стойност.

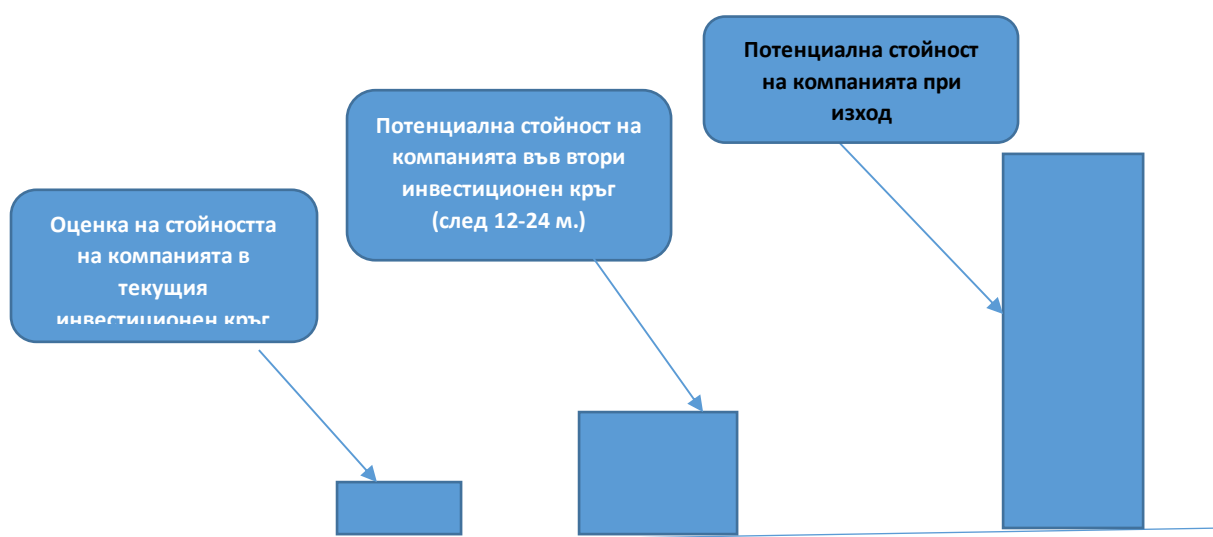
• **ОПРЕДЕЛЯНЕ НА МАКСИМАЛНАТА СТОЙНОСТ НА БИЗНЕСА**

Нека да разгледаме следния хипотетичен пример. Трима експерти напускат голяма софтуерна компания с намерението да разработят нов софтуерен продукт. Нуждаят се от 2 млн.лв финансиране за да разработят първоначално продукта, за срок от 18 месеца. Трябва да бъде определен дялът на собствеността в новата компания срещу която рисковите инвеститори ще отпуснат изискуемия капитал.

Основният подход посредством който рисковите инвеститори оценяват подобен род стартиращи компании е чрез прогнозиране на вероятната стойност на компанията в различни моменти от нейното развитие и дисконтирането ѝ до настоящия момент с оглед определяне на актуалната стойност на бизнеса днес. В качеството на дисконтова норма се използва стойността на очаквания от инвеститорите мултипликатор на печалбата (нормално 10-20 пъти). Инвеститорите следят за *правдоподобната потенциална стойност на компанията, очаквана при изход от инвестицията* и за *вероятната стойност на компанията при следващ кръг финансиране*. Това им дава дългосрочна и краткосрочна представа за очакваната стойност на компанията. Следващата стъпка в методологията им за оценка е да се концентрират върху стойността днес, която би им позволила да реализират приемлив мултипликатор на печалба по отношение на двете очаквани стойности. Рисковите капиталисти се стремят да реализират добър мултипликатор на печалбата както в следващия кръг финансиране, така и при изхода от инвестицията.

Илюстриране на дългосрочната и краткосрочната представа за стойността на компанията е представено на следващата схема.

Схема № 2. Виждания за стойността на портфейлната компания



Рисковите инвеститори са като цяло доста добри при прогнозирането на очакваната стойност на компанията при изход от бизнеса, в случай че дейността е вървяла според предварителните очаквания. Причината за това е наличието на множество компании аналози, било то публично търгувани или частни, в портфолиото на инвеститора. Докато технологията и ползите за клиентите са индивидуални при всяка компания, налице са редица общи параметри като вероятен размер на пазара, сила на диференциация на продукта и ниво на компетенция на мениджърския екип. Това позволява на инвеститорите да сравнят разглеждания бизнес в контекста на предходния си опит и да дадат своето виждане за стойността.

Инвеститорите инвестират в дадена компания само ако налице е потенциал тя да се развие и оцелее независимо от други компании в дългосрочен план. Ако компанията може да оцелее само като част от друга голяма компания, то малко вероятно е тя да постигне пълния си потенциал по отношение на стойността при изхода. Най-благоприятната опция за рисковия инвеститор е компанията да предприеме публична

емисия на акции (IPO). На практика обаче, повечето инвестиции в портфолиото на рисковия капиталист ще реализират изход чрез продажбата на по-голяма компания, а не толкова чрез IPO. Но правилото гласи, че инвестицията следва да се приема само ако налице е вероятност за IPO.

Факторите, които се взимат предвид при определяне на потенциалната стойност на компанията при изход от инвестицията посредством IPO са:

- Оценката на сравними публично търгувани компании или сравними сделки по сливане и придобиване;
- Размера на пазара;
- Очакваните дългосрочни темпове на растеж в сектора;
- Обичайните стойности на брутният марж на печалбата наблюдавани в подобни компании;
- Капиталоемкост на компании аналози.

Предвид превеса на вторичната продажба пред първичното публично предлагане при реализирането на изход от инвестицията, следните фактори също следва да се вземат предвид:

- Важността на продукта (или активите на компанията) за другите компании;
- Нивото на диференциация между продукта/услугата на компанията и това на другите конкуренти;
- Вероятният брой на потенциални компании, желаещи придобиване - с оглед обезпечаване на необходимото търсене по време на продажбата;
- Трудност на проблемът разрешен чрез технологията на компанията.

С помощта на всички изброени фактори, потенциалния инвеститор разработва информирана представа за потенциалната стойност на компанията при изхода. При стартиращите компании прецизността на тази оценка не е толкова важна. Например: дали очакваната правдоподобна стойност на компанията е 15 млн. лв. или 17,5 млн. лв. не е толкова решаващо, предвид че тази стойност ще бъде дисконтирана с желания от рисковия инвеститор мултипликатор на печалбата (10-20 пъти).

При инвестициите на по-късен етап обаче прецизността в оценката на стойността е много по-важна. Мултипликаторът, който инвеститора очаква на този етап е доста по-малък, ето защо нуждата от точност е по-голяма. Предимството е на страната на късния инвеститор, предвид това, че разполага с повече информация относно обем на продажби, оценка на потенциала на пазара, оценка на способността на управленския екип да реализира бизнес плана и др.

Докато потенциалната стойност на компанията при изхода би могла да е доста субективна, то вероятната стойност на следващия кръг финансиране е далеч по-конкретна. Ако се върнем обратно към горния пример, докато определянето на потенциалната стойност на софтуерната компания в края на живота ѝ е доста сложно, то определянето на стойността на компанията, в случай на успешно разработване на продукт и наличие на първоначални продажби, би било значително по-лесно. Предвид редуцирания риск и по-ясните възможности размера на потенциалната стойност е далеч по-предвидим. Предвид търговския, техническия и финансовия риск, даден инвеститор следва да инвестира само ако налице е реална възможност за 100% или повече ръст в оценката (цената на една акция), която би била постигната в следващ кръг финансиране. Ръстът в стойността е своеобразна компенсация за риска, но също така и за това, че правата асоциирани с акциите, издадени в следващия кръг финансиране ще превъзхождат тези от настоящия кръг финансиране.

След като рисковият инвеститор има представа за очакваната потенциална стойност на компанията при изход и вероятната стойност при следващ кръг финансиране, той трябва да ги трансформира в оценка на стойността на компанията към настоящия момент. Както вече знаем, фондът за рисков капитал трябва да реализира мултипликатор на печалбата в размер 6-7 пъти на „добрите“ си инвестиции на портфейлно ниво (*като се надява на 10-20 пъти възвращаемост на ранните инвестиции*). При късните инвестиции се наблюдава далеч по –малко риск, ето защо за да реализират добра възвращаемост на ниво фонд (в размер на 2,5 – 3 пъти над капитала за партньорите с ограничена отговорност) рисковите инвеститори трябва да реализират доходност в размера на 3-5 пъти на индивидуалните успешни инвестиции.

На практика няма точни правила, но всеки инвеститор ще вземе информирано решение относно мултипликатора, с който да дисконтира бъдещата стойност на инвестицията до размера на стойността, за която да плати днес. Инвеститор на фазата преди финансиране на IPO би бил доволен от мултипликатор на печалбата в размер на 3-5 пъти над инвестицията, докато един стартов инвеститор ще изисква доста по –висока доходност.

Ако внимателно разгледаме горния пример ще видим сходство с модела на дисконтирани парични потоци. Предвид това, че стартиращите компании не изплащат дивиденди, то потенциалната стойност на компанията при изход би могла да се разглежда като терминална стойност (следпрогнозна стойност). Мултипликаторът пък наподобява дисконтовата норма с отразен висок пазарен риск. Но ако заключим, че рисковите инвеститори, особено на ранна фаза, използват DCF методологията ще сгрешим. Те оперират с мултипликатор на печалба, а не с норми на възвръщаемост¹ когато разглеждат индивидуални инвестиции.

• ОПРЕДЕЛЯНЕ НА ДОЛНАТА ГРАНИЦА НА СТОЙНОСТТА

Докато очакванията за последващата стойност на компанията ще определи максималната цена, която инвеститорът е склонен да плати, то наблюдаваната конкуренция от други рискови инвеститори ще определи минималната (долна граница) оценка на стойността, която компанията ще получи. Или при наличие на конкуренция за сделката, портфейлната компания ще може да извлече максимална оценка на стойността от инвеститора. Ето защо главният изпълнителен директор и финансовия директор на компанията трябва винаги да осигуряват усещането за конкуренция и търсене на потенциалните инвеститори. Ако компанията търси финансиране от синдикат на рискови капиталисти, то тя трябва да преговаря със всеки от капиталистите индивидуално (по възможност) и да отложи момента на обмен на информация по между им до по-късен етап. Оптимално би било идентичността на всеки инвеститор да се държи в неизвестност. Ако рисковият инвеститор остане с усещането, че е единственият потенциален инвеститор, то вероятно е сделката да се проточи, а компанията да не извлече максимума от оценката на стойността си.

• ОЦЕНКА НА ОЧАКВАНИЯТА НА ПРЕДПРИЕМАЧА И ПРЕДЛОЖЕНИЕ ЗА ОЦЕНКА НА СТОЙНОСТТА

¹ Рисковите инвеститори оперират с норми на доходност само на портфейлно ниво, не на ниво отделна инвестиция.

В случаите, когато управленският екип на компанията няма предходен предприемачески опит или когато има очевидни липси на експерти в екипа оценката на стойността на компанията би била значително подценена. Ранният инвеститор в компанията ще вложи значително време, усилия и капитал и ще получи относително голям дял в собствеността срещу ниска цена на акция.

Настоящата статия разглежда приложимостта на традиционните подходи за оценка на бизнеса при оценката на стойността на стартиращи компании, както и специфичната методологията, която рисковите капиталисти използват в хода на вземането на решение за осъществяване на портфейлна инвестиция. Като обобщение на разгледания проблем ще предложим няколко лоста за *максимизиране на стойността на стартап компанията*. От ключово значение е ръководството на компанията да разбере, че инвеститорите не използват традиционните модели за оценка на стойността. Инвеститорите ще очакват да видят добри финансови прогнози за следващите няколко години, с особен акцент и детайли на първите една – две години. Интересното е че тези оценки ще се използват за бюджетиране, а не толкова за оценка на стойността на компанията. Сред задачите на управленския екип на портфейлната компания са да:

1. Представа възможностите за реализиране на значителна потенциална стойност при изход от инвестицията;
2. Максимизира потенциалната стойност, като привлече експертите, които липсват към настоящия момент;
3. Разбира процеса на оценка на стойността на зрели компании и фокусира бизнес плана си върху покриване на различията;
4. Осигури конкуренция между рисковите инвеститори.

Литература

1. Berkery, D., 2008, Raising Venture Capital for the Serious Entrepreneur
2. Culp, C., 2002, Structured Finance and Insurance: The ART of Managing Capital and Risk, John Wiley & Sons, Inc.
3. Damodaran. A., 2006, Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence, Stern School of Business
4. Kasarova, V., 2008 Biznes otsenyavane : Lektsionni belezhki, <http://eprints.nbu.bg/515/>